

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 122 Mayo de 2024

Por primera vez en muchos años hubo en 2023 un desacople entre la evolución del PBI mundial y el comercio internacional. Mientras el primero creció un 2,7%, el segundo se redujo un 1,2%. En perspectiva, desde la creación de la OMC en 1995, el volumen del comercio global creció a razón del 4% anual mientras que el PBI real lo hizo en torno al 3% anual. Si bien los flujos de comercio se mantienen por encima de las cifras previas a la pandemia, la caída de 2023 muestra ciertas tensiones: más allá de que una parte de la disminución puede explicarse por la elevada tasa de inflación del año pasado, otra quizás se deba a razones geopolíticas. El comercio bilateral entre los Estados Unidos y China, que alcanzó un máximo histórico en 2022, creció un 30% menos en 2023 que lo que lo hizo su comercio con el resto del mundo.

Es en ese contexto que debe leerse el reciente anuncio del gobierno de EE.UU. de un nuevo esquema de aranceles para una serie de productos de origen chino. La suba de aranceles es notable no solo por su magnitud sino también por su carácter. Por ejemplo, implica el cierre del mercado estadounidense a la importación de vehículos eléctricos chinos. Pueden denominarse “aranceles preventivos” ya que los productos objeto de aranceles tienen hoy muy poco peso en las importaciones estadounidenses desde China, por lo que no se castiga la competencia actual, sino a la potencial. Una de las interpretaciones posibles es que presentamos una tendencia hacia la desglobalización y hacia el reemplazo del comercio multilateral por el comercio entre países “políticamente amigos”.

Mientras tanto, en nuestro país la actividad económica parece haber encontrado su piso antes que la inflación. Abril parece ser el mes en el cual se frenó la caída de la actividad, con pequeñas subas desestacionalizadas, incluso en sectores como la construcción y la industria. Luego de una contracción estimada del PBI del 3% durante el primer trimestre, para el segundo trimestre se espera una ligera baja interanual del 0,3%, con una recuperación de la actividad que luce improbable se dé en forma de “V”.

Mayo, a su vez, se perfila como el mes en el cual se frene la desinflación. Al mismo tiempo que la tasa de inflación según IPC se ubicaba en abril en el 8,8% mensual, otros indicadores de precios como el IPIM (mayorista) mostraron registros del orden del 3% mensual. Hace varias semanas que la tasa de inflación se mueve por alzas en los servicios (y no tanto en los bienes), en particular, los regulados. La postergación para junio de subas en las tarifas de energía, combustibles y transporte previstas para mayo explicarán en buena medida el piso de inflación en torno al 5% del mes pasado.

Junio mostrará quizás un repunte de la tasa de inflación no solo por el aplazamiento de las subas de tarifas sino también por cierta tendencia a la recuperación de salarios (al menos en el sector privado registrado) y por el despertar de los tipos de cambio paralelos. Durantemayo, el tipo de cambio de contado con liquidación subió un 15%, ampliando la brecha cambiaria a un 38%. El disparador de la depreciación del peso en el segmento “libre” puede atribuirse parcialmente a la sucesión de reducciones de la tasa de interés de política monetaria. En pos de la continuidad de la licuación de sus pasivos monetarios remunerados, el Banco Central en el lapso de un mes bajó 30 puntos porcentuales la tasa, ubicándola en el 40% nominal anual.

Pero la suba del tipo de cambio nominal paralelo puede atribuirse también a la baja en la velocidad a la que acumula reservas internacionales la autoridad monetaria. Hasta mediados de mayo lograba adquirir US\$160 millones diarios, mientras que de entonces en adelante se llevó US\$35 millones por día, intercalando compras con pequeñas ventas.

La corrección del tipo paralelo además de reflejar ciertos desajustes en el frente cambiario (menor acumulación de reservas, fuerte apreciación real del peso en el mercado oficial y una salida del cepo sin fecha) parece mostrar también ciertas dudas sobre la sustentabilidad política del Plan. A seis meses de su asunción, el gobierno no logró todavía aprobar ninguna ley en el Congreso. Quizás esto último permita entender también la ligera baja en el precio de la deuda pública en moneda extranjera y el consecuente aumento del riesgo país.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**¿QUÉ SABEMOS
SOBRE LA
COMPETENCIA
DE MONEDAS?**

IV
**HACIA EL
LEVANTAMIENTO
DEL CEPO
CAMBIARIO**

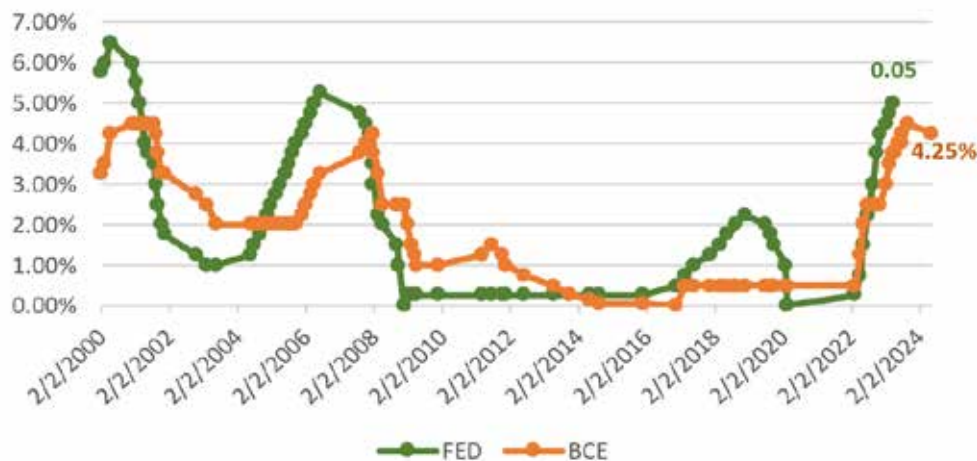
V
**UNA
REFLEXIÓN
PARA EL
CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Finalmente, y tal como se preveía, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la primera disminución de tasa de interés desde 2019. A medida que la tasa de inflación muestra signos de desaceleración, el BCE recortó la tasa de interés de referencia en apenas 25 puntos básicos, ubicándola en un 4,25% anual, lo que provocó subas generalizadas en las bolsas europeas. En septiembre de 2023 la tasa había alcanzado el máximo histórico del 4,5% luego de sucesivos aumentos desde marzo de 2016. Si bien el mercado prevé dos rebajas adicionales de tasa, el BCE evitó comprometerse a seguir un sendero de disminuciones en los tipos de interés.

La continuidad en el abaratamiento del crédito dependerá básicamente de la evolución de la tasa de inflación y quizás también de lo que decida la Fed desde el otro lado del Atlántico (Ver Gráfico 1). La tímida rebaja de la tasa y el consecuente cambio de tendencia se origina en la caída de la tasa de inflación en la eurozona, que arrojó en mayo un 2,6% anual, que empieza a alinearse con la meta del 2% y presenta una reducción respecto del 2,9% del año pasado. En octubre de 2022 dicha tasa había alcanzado un valor máximo del 10,6%, a raíz de la suba del precio de alimentos y energía ligada a la guerra en Ucrania. Más aún, el pronóstico del propio BCE para 2025 es de una tasa de inflación del 2,1%. El ligero ablandamiento de la política monetaria debe verse también como una consecuencia de una actividad económica débil: en 2023 el incremento del PBI fue de un 0,5%, mientras que el esperado para 2024 es de un 0,9%.

Gráfico 1. Evolución de la Tasa de Interés de Política Monetaria de la Fed y el BCE



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco Central Europeo.

¿Sabías que EE.UU. estableció para la importación de vehículos eléctricos procedentes de China un arancel del 102%? Más aún, ítems como paneles solares y semiconductores cargarán aranceles del 50%, mientras que acero, aluminio, baterías de autos eléctricos y minerales críticos provenientes del gigante asiático serán del 25%. El nivel arancelario promedio de EE.UU. para productos industriales es de tan solo el 3,3%.



II

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 nos muestra los indicadores sobre el nivel de actividad económica durante abril. De su lectura se refleja un comportamiento

dual, ya que se evidencia un freno en la caída de la actividad, aunque desde niveles muy bajos. Esto es, cuando se hace una comparación interanual, las caídas son muy bruscas, en algunos casos de dos dígitos. En cambio, cuando la comparación se hace respecto del mes anterior (de forma desestacionalizada), las caídas son mínimas o incluso muestran un ligero incremento de la actividad.

Cuadro 1. Indicadores del Nivel de Actividad

Indicador	Último dato disponible	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2023	Fuente
Actividad económica (PIB mensual)	mar-24	-1,4%	-8,4%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	abr-24	8,8%	289,4%	INDEC
IVA Interno (*)	abr-24	s/d	-12,1%	AFIP
Ventas en Supermercados	mar-24	0,1%	-9,3%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	mar-24	s/d	-11,3%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	mar-24	-2,0%	-10,7%	INDEC
Confianza del Consumidor	abr-24	1,3%	0,0%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	abr-24	s/d	-7,3%	CAME
Producción nacional de autos	abr-24	s/d	-21,0%	ADEFA
Índice construya	abr-24	6,4%	-33,2%	Grupo Construya
Despachos de cemento	abr-24	s/d	-35,6%	AFCP
Producción de acero crudo	abr-24	s/d	-26,3%	CAC

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

(*) El mes de abril de 2024 tuvo 20 días hábiles, mientras que el mismo mes de 2023 tuvo 18 días hábiles.

(**) La variación mensual del IPC no se encuentra desestacionalizada.

- El Índice de Precios al Consumidor registró una tasa de inflación del 8,8% mensual, encadenando el cuarto mes consecutivo de caída y ubicándose en un dígito mensual. El proceso de desinflación continúa y, de hecho, se espera que el dato de mayo se ubique en torno al 5% mensual, valor que difícilmente sea perforado en junio.
- Fruto de la recesión que arrastra la economía desde mediados del año pasado, en términos interanuales las ventas en supermercados, *shoppings centers* y autoservicios mayoristas estuvieron en marzo de 2024 un 10% debajo del mismo mes de 2023.
- Como consecuencia de la retracción del comercio, la recaudación de IVA interno sigue mostrando fuertes contracciones en términos reales interanuales, superiores incluso al 10%. Tanto la caída del consumo como de la recaudación de IVA son comprensibles a luz de la caída del salario real que disminuyó un 22,5% durante el mismo lapso.
- En marzo de 2024, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) registró un retroceso de 8,4% respecto del mismo mes del año 2023. Asimismo, en su indicador desestacionalizado mostró una disminución 1,4%, enlazando siete meses consecutivos de caída.

- Es probable que abril muestre una interrupción de dicha racha negativa. Tanto el IPI (Índice de Producción Industrial) como el ISAC (Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción) muestran para dicho mes sendos crecimientos desestacionalizados respecto del mes anterior del 1,8% y del 1,7%, respectivamente.
- Abril podría haber sido, entonces, el piso del nivel de actividad económica. Por ejemplo, dentro de la construcción, sector particularmente castigado por la recesión, se pueden encontrar algunos datos que avalan lo anterior. A modo de ejemplo, el despacho de cemento mostró un aumento del 4,9% mensual; el de hormigón elaborado, 2,8% y el de ladrillos huecos, un 3,3%.
- Otros rubros del sector prosiguen con números negativos (hierro y acero, mosaicos y cerámicos), pero el comportamiento ahora dispar anuncia un cambio de tendencia. Por supuesto, en términos interanuales, la contracción de la construcción es de un 37,2%.

¿Sabías que en los primeros cuatro meses del año la tasa de inflación de los precios regulados por el Estado fue de un 114%, mientras que la del nivel general fue de un 65%?

Como consecuencia de la decisión del gobierno de modificar la estructura de precios relativos, las subas dispuestas de tarifas de los servicios públicos, combustibles, transporte y salud más que duplicaron la tasa de inflación del IPC Núcleo que fue de un 57%.

¿QUÉ SABEMOS SOBRE LA COMPETENCIA DE MONEDAS?

Durante el mes de mayo, el presidente de la Nación, Javier Milei, en varios discursos reafirmó el objetivo inicial de una dolarización de la

economía argentina, previa acumulación de unos US\$10 mil millones de reservas netas, salida del cepo cambiario, competencia de monedas, prohibición por ley de la emisión monetaria y reforma del sistema financiero hasta decantar en una dolarización endógena. En este apartado profundizaremos en la competencia de monedas para así entender cómo espera el presidente que se lleve adelante dicha dolarización endógena.

¿Cómo se produciría esta competencia de monedas? En la Argentina, existe una moneda de curso legal con la que se hacen las transacciones y los contratos entre privados, que es el peso argentino. En un escenario de competencia de monedas, se permitiría que los privados elijan en qué moneda hacer sus transacciones, sin ningún tipo de limitación. En nuestro análisis utilizaremos al dólar como representación de todas las otras posibles monedas. Si se permitiera que el dólar fuera de curso legal, los distintos agentes económicos (familias y empresas) podrían elegir entre el dólar y el peso a la hora de hacer sus transacciones económicas, como, por ejemplo, compras en el supermercado, adquirir un auto, pagar los sueldos, etc.

La pregunta que surge es: ¿de qué manera se incentivaría a los distintos agentes económicos a usar otras monedas en lugar del peso? Este escenario surge considerando el supuesto que tendremos crecimiento económico sostenido. En ese caso, la demanda agregada se incrementará (consumo de bienes y servicios, inversión privada, exportaciones) y, por lo tanto, las familias y empresas necesitarán más dinero para hacer sus transacciones, es decir, aumentará la demanda de dinero.

En base a esto, el presidente explica que el primer paso a ejecutar para lograr la dolarización endógena, previo a la competencia de monedas, es el de terminar con todas las fuentes de emisión del peso para mantener fija la base monetaria. Para darle sostenibilidad a esta política, se planea promulgar una ley donde la emisión de pesos sea considerada un delito imprescriptible.

En una economía en crecimiento, con un aumento de la demanda de dinero y una oferta de pesos constante, los agentes económicos necesitarán de otras monedas para realizar sus transacciones, en nuestro ejemplo, el dólar. El presidente Milei comentó que, una vez llegado ese punto, con un tipo de cambio peso/dólar flexible, el peso debería apreciarse (por la suba de la demanda con una oferta que estará fija) y las familias tendrían que utilizar (demandar) dólares para hacer sus transacciones. En este contexto, la única remonetización posible para acompañar al potencial crecimiento económico sería utilizar los dólares que están por fuera del sistema económico (cajas de seguridad, “bajo el colchón”). Según diferentes fuentes, se estima que los argentinos podrían tener por fuera del sistema financiero activos en dólares por unos 400 mil millones de dólares, monto superior a la producción total anual de Argentina. Si buena parte de esas divisas comenzaran a circular en la economía, servirían para abastecer el crecimiento económico de varias décadas.

Por último, si la economía creciera de forma sostenida, la demanda de dinero continuaría aumentando, por lo que habría que utilizar cada vez más dólares, aumentando su *stock* en circulación. Por lo tanto, la cantidad de dólares cada vez sería más grande en relación con los pesos que seguirían en una cantidad fija. Una vez que esa proporción de pesos sea lo suficientemente pequeña, simplemente se rescatarían los pesos restantes terminando con el proceso de dolarización endógena y eliminando para siempre la moneda local.

¿Cuáles son los riesgos de este plan económico?

Podemos destacar tres puntos importantes para tener en cuenta:

1) Gobernabilidad: para poder llevar adelante

el plan, el gobierno debería poder aprobar un conjunto de leyes con el apoyo de las cámaras de diputados y senadores. El presidente plantea que, de no conseguir el apoyo, esperará a tener mayorías en las cámaras y poder llevar adelante las reformas que considere necesario para el nuevo régimen.

2) Credibilidad y oferta de dólares: si los agentes económicos no creen que se vaya a dejar de emitir pesos e ingresaran lentamente sus dólares al sistema, se frenaría la actividad por falta de oferta monetaria. Sin embargo, eso podría compensarse parcialmente de existir un superávit por cuenta corriente, a raíz de un salto en los próximos años de las exportaciones de energía y minería y de las agropecuarias, fruto de la reducción o eliminación de los impuestos a las exportaciones y un incremento en su productividad.

3) Es un modelo que no tiene precedentes en otros países, por lo tanto, no existen casos prácticos donde basar la implementación y resultados del régimen.

4) Por último, falta conocer cómo se suplantaré el rol de Prestamista de Última Instancia en un escenario donde el Banco Central no podrá emitir pesos para asistir a las entidades financieras ante un escenario de pérdida de depósitos. No es un tema menor.

Si la falta de consenso político, desconfianza de los tenedores de dólares y/o insuficiente entrada de divisas por exportaciones o inversión extranjera directa se combinan entre sí al momento de salir del cepo, podría derrumbarse la demanda de pesos produciendo una corrida cambiaria (fuerte aumento del tipo de cambio peso/dólar) y la consecuente aceleración de los precios en moneda local. Por tal motivo, resulta probable que el “cepo” no se levante hasta que el balance del Banco Central esté saneado y los factores de expansión de la Base Monetaria se encuentren bajo control.

HACIA EL LEVANTAMIENTO DEL CEPO CAMBIARIO

Como vimos, el gobierno continúa señalando como destino final del plan económico una dolarización de la economía, previo escenario de competencia de monedas. Más allá de la factibilidad política y conveniencia económica de tamaño empresa, una estación inicial de ese viaje es el levantamiento del cepo cambiario. La primera versión del cepo surgió a fines de 2011, cuando la economía argentina tenía un PBI similar al actual, que no ha podido despegar en más de una década. No parece casual dicha relación. Su eliminación permitiría en el largo plazo una entrada de divisas que ayudaría a relajar la restricción externa y posibilitaría que una eventual recuperación de la economía mutase a un crecimiento sostenido. ¿Qué tan lejos o cerca nos encontramos?

- El saneamiento del balance del Banco Central continúa avanzando, con una base monetaria que en términos reales se redujo durante 2024. Más aún, en términos relativos, dentro de la composición de la base hay *más encajes y menos circulante*, o sea, menos pesos con los cuales comprar dólares en una eventual salida del cepo.
- La oferta monetaria en cualquiera de sus agregados también sigue reduciéndose, pero a menor ritmo, dado que la baja pronunciada de la tasa de inflación provoca que, incluso con una tasa de interés también más baja, la licuación sea cada vez menor. El reciente salto del tipo de cambio parece haberle puesto, por el momento, un límite a la baja del tipo de interés.
- El *stock* de pasivos remunerados del Banco Central también se redujo básicamente porque los bancos privados impulsados por la disminución de tasas vienen migrando sus fondos desde pasivos (deuda del Banco Central) a deuda del Tesoro (como Lecaps).
- La mejora en la hoja de Balance no solo se debe a la disminución de sus pasivos sino también al incremento de sus reservas internacionales. De unas reservas netas negativas por US\$12.000 millones, su monto actual está cercano a cero (depende cómo se midan).
- Si bien la mejora es sustancial, la quita del cepo requiere, como vimos, de al menos US\$ 10 mil millones en las arcas del Central. De no mediar la llegada de fondos frescos desde organismos multilaterales (lo que no parece ser el escenario más probable por el momento), la autoridad monetaria deberá conseguirlos a partir del comercio exterior.
- Se espera que en estos meses el Banco Central aproveche para acumular reservas, debido a que, como es sabido, en la segunda etapa del año el calendario de pagos de deuda es más exigente y las exportaciones agropecuarias son menos cuantiosas.
- El comercio exterior argentino mostró en abril el mismo desempeño que en los meses anteriores: aumento interanual de exportaciones (10,7%), reducción de importaciones (22,7%) y una balanza comercial superavitaria en 1.820 millones de dólares (con un acumulado en el año de 6.400 millones). Sin embargo, como vimos, el ritmo de acumulación de reservas se desaceleró en las últimas semanas.
- En la medida en que las liquidaciones de exportaciones agropecuarias no despegan completamente y las de energía se resienten por la llegada del frío y la suba del consumo interno, el mayor acceso al mercado cambiario de los importadores le deja poco margen al Banco Central para continuar incrementando las reservas internacionales.

- Por otro lado, el holgado superávit comercial fue equivalente al mismo tiempo a la remisión de utilidades que las empresas extranjeras enviaron a su casa matriz a principios de mayo vía licitación de Bopreal, lo cual enciende alguna alarma sobre la magnitud del superávit actual de cuenta corriente.
- La posibilidad de que el swap con China de \$5.000 millones no se renueve también genera incertidumbre dado que, si Argentina tuviera que pagarlo, aunque no disminuyeran las reservas netas, sí lo harían las brutas, reduciéndose el “poder de fuego” del Banco Central en el mercado cambiario.

UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

Con una economía que parece haber encontrado el piso a la recesión y una tasa de inflación que quizás lo encuentre en poco tiempo en torno a un 3%/4% mensual inercial, las dudas se posan más bien sobre el momento, secuencia y resultado del levantamiento del cepo cambiario. Con un Banco Central más solvente, pero todavía carente de reservas, no resulta claro cuándo tendrá lugar.

Esta incertidumbre se retroalimenta desde el campo político, en el cual los resultados por ahora son escasos. Si bien se espera que finalmente se apruebe la ley Bases (que permitiría que el superávit fiscal no sea solo *vía reducción del gasto*), *la oposición ha logrado reunir mayorías circunstanciales* no solamente para reformar dicho proyecto sino también para modificar (¿poner en riesgo?/¿mejorar?) el ajuste fiscal en partidas sensibles, como lo son el presupuesto en educación o la movilidad jubilatoria.

Editor Reponsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Lic. Mariano de Miguel

Director Académico
Lic. Diego Coatz

Redactor
Lic. Rodolfo López Warr

Asistentes
Lic. Noelia Lohay
Lic. Darío Tejero

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. Eduardo T. Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 1831. Mail: economicas@uces.edu.ar
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP